



## ● Česká republika

ČNB: Změna sazeb žádná, ale...

2

## ● Výhled na týden

NBP pravděpodobně zvýší sazby

5

## Zatímco v Polsku půjdou úroky nahoru, v ČR možná dolů

	Dnes	Další týden	Další měsíc
EUR/CZK	25,04	↗	↗
EUR/HUF	285,8	↗	↗
EUR/PLN	4,20	↗	↗
3M PRIBOR	1,24	→	→
3M BUBOR	7,22	↗	↗
3M WIBOR	4,94	↑	↑
10Y CZK	3,23	→	→
10Y PLN	5,29	↗	↗
10Y HUF	8,14	↗	↗
3M EURIBOR	0,70	→	→
10Y EMU	1,58	↘	↘

Poslední hodnoty z pátečního odpoledne

Uplynulý týden byl ve středoevropském regionu zajímavý po všech stránkách, resp. k atraktivitě přispěly všechny ekonomiky disponující vlastní měnou.

Předně si nelze nevěšmout razantního posílení forintu, které bylo po fundamentální stránce odstartováno až nečekanou shodou Evropské komise s maďarskou vládou. Komise totiž nečekaně rychle ustoupila ze svého tlaku a smířila se se změnami v legislativě, které připravila Orbánova vláda. To zřejmě vedlo řadu zahraničních investorů k tomu, že začali přehodnocovat nutnost zajištění (svých pozic) proti dalšímu oslabování forintu. Rychlé rozvázání těchto (krátkých) pozic vedlo k posílení maďarské měny o 5 % během jednoho týdne. Připsat si další zisky může být pro forint velkou výzvou, neboť, viděno skrze prudké zhoršení indexů PMI v celé EU, může být život rizikovějších aktiv v regionu možná v příštích dnech a týdnech o něco složitější.

To může platit také o české koruně, která kromě zhoršení globálního sentimentu může čelit i překvapivě holubičím signálům ze strany české centrální banky. Hlasování o úrokových sazbách na posledním zasedání ČNB totiž skončilo 4:3 ve prospěch stability sazeb, přičemž jeden člen hlasoval pro růst a dva členové pro pokles úroků (!). Navíc celkové holubičí vyznění prognózy ČNB podpořil svými komentáři na tiskové konferenci i guvernér Singer. Pokud ze zápisu z jednání ČNB (bude zveřejněn v pátek) vyplyne, že pro snížení úroků hlasoval právě guvernér, život koruny může být ještě složitější, neboť na snížení repo sazby ČNB by se začalo spekulovat ještě agresivněji.

Na druhou stranu holubičí tóny z ČNB jsou rajskou hudbou pro korunové pevně úročené instrumenty. Specificky české vládní dluhopisy pak navíc mohou být podpořeny odtajněnými plány ministerstva financí na emise dluhopisů pro drobné investory. Vedle již na podzim 2011 představených vládních dluhopisů pro českou veřejnost totiž hodlá český stát emitovat i sedmileté inflační dluhopisy. Celkový očekávaný objem výše uvedených emisí je na úrovni 40 mld. korun, což není s ohledem na roční emisní plán vůbec zanedbatelná částka. Pokud se jí podaří upsat a na druhé straně se českému státu bude dařit snižovat podle plánu rozpočtový deficit, může to vést k redukci nabídky dluhopisů pro institucionální investory, což by měla být dobrá zpráva pro ceny těchto instrumentů na sekundárním trhu.

A konečně zvýšená volatilita generovaná domácím vývojem může být vidět i na devizovém a dluhopisovém trhu v Polsku. Zde se schyluje k velmi napínavému jednání o oficiálních úrokových sazbách. Na rozdíl od ČNB by ovšem polská centrální banka měla rozhodovat o růstu repo sazby. Ta by měla podle nás vzrůst o 25 bazických bodů, nicméně hlasování Výboru pro měnovou politiku bude pravděpodobně velmi těsné, takže by nás nepřekvapilo kdyby repo sazba NBP zůstala nakonec nezměněna.

## ČNB: Změna sazeb žádná, ale...

Petr Dufek

**Překvapivé skóre při hlasování: 2:4:1**

**Prognóza tlačí úrokové sazby dolů... opět. A tentokrát ji zřejmě část bankovní rady bere více vážně než v únoru.**

**Na hádanku, kdo jak hlasoval, odpoví až zápis z jednání bankovní rady, který se zveřejní až v pátek.**

Bankovní rada na svém květnovém – letos již třetím – zasedání ponechala své úrokové sazby beze změny. Hlavní úroková sazba tak zůstává už dva roky po sobě na historickém minimu 0,75 %. Pro stabilitu však hlasovali jen čtyři členové rady, zatímco tři měli zcela odlišný názor. Dva členové bankovní rady zvedli ruku pro snížení sazeb o 0,25 procentního bodu, jeden pro jejich zvýšení rovněž o čtvrt procentního bodu. Výsledek hlasování tedy není zdaleka tak jednoznačný.

Jednoznačně však vypadá prognóza ČNB, která předpokládá pokles tržních úrokových sazeb zejména ve druhé polovině letošního roku a úvodu roku příštího. Celkově ČNB předpokládá snížení tříměsíčního příboru o půl procentního bodu! K růstu sazeb by mělo docházet až zhruba v ročním horizontu. Pokud by se bankovní rada striktně této prognózy držela, nejspíše by musela 2x snížit svoji repo sazbu až na 0,25 % a zhruba za rok by ji měla poměrně rychle začít znovu zvyšovat.

Snížení úrokových sazeb přitom už předpokládala únorová prognóza. Květnová tento pokles ještě mírně zrychlila. Zajímavé přitom je, že jinak se výhled ČNB příliš nezměnil (viz tabulka). Za pozornost snad stojí jen o dvacet haléřů silnější koruna v letošním roce a nižší euribor (o 20 základních bodů), které by mohly nahrávat nižším tuzemským sazbám, na straně druhé však ČNB pracovala s vyšším výhledem spotřebitelské i výrobní inflace v eurozóně, dražší ropou a slabším eurem. Zajímavé je, že pohled na celkový výkon české ekonomiky se v nové prognóze nijak nezměnil. Zásadní změnu přináší teprve až alternativní scénář ČNB, který předpokládá další fiskální konsolidaci vedoucí k utlumení domácí spotřeby a tedy i pomalejší růst HDP v roce 2013.

Zásadní otázkou nyní je, zda ČNB své úrokové sazby letos sníží nebo zda v rozporu s prognózou i nadále setrvá u vyčkávací politiky, která se nám jeví v tuto chvíli jako nejvhodnější. Finanční trh už dokonce snížení sazeb centrální banky částečně započítal, když korunové FRA po zasedání bankovní rady propadly o zhruba 20 základních bodů. Nakonec zásadní informací o tom, kterým směrem se sazby ČNB vydají, nám dá až zápis z jednání bankovní rady. Tam se totiž dozvíme, kdo jak hlasoval. V případě, že se pro snížení sazeb vyslovil sám guvernér, pravděpodobnost poklesu sazeb výrazně vzroste. Prozatím lze říci jen to, že holubičí křídlo ČNB posiluje a velmi holubičí bylo i vystoupení guvernéra na tiskové konferenci po jednání.

Srovnání nové prognózy ČNB s předcházející na rok 2012

Prognóza ČNB		nová	minulá	změna
HDP	2012	0.0	0.0	→
Inflace	2012Q4	3.5	3.0	↑
Měnově politická inflace	2012Q4	2.2	1.8	↑
PRIBOR 3M	2012Q4	0.8	0.8	→
CZK/EUR	2012Q4	24.5	24.5	→
Vnější předpoklady		nová	nová	změna
HDP eurozóny	2012	0.5	0.5	→
Inflace v eurozóně	2012	2.3	2.1	↑
EURIBOR 3M	2012	0.8	1.0	↓
Brent	2012	119.2	111.2	↑
USD/EUR	2012	1.30	1.29	↑

Srovnání nové prognózy ČNB s předcházející na rok 2013

Prognóza ČNB		nová	minulá	změna
HDP	2013	1.9	1.9	→
Inflace	2013Q3	1.4	1.4	→
Měnově politická inflace	2013Q3	1.7	1.7	→
PRIBOR 3M	2013Q3	1.0	0.9	↑
CZK/EUR	2013Q3	24.3	24.3	→
Vnější předpoklady		nová	nová	změna
HDP eurozóny	2013	1.6	1.7	↓
Inflace v eurozóně	2013	2.0	2.0	→
EURIBOR 3M	2013	0.8	0.9	↓
Brent	2013	112.3	106.5	↑
USD/EUR	2013	1.29	1.31	↓

## Přehled trhů

**EURCZK**



**EURUSD**



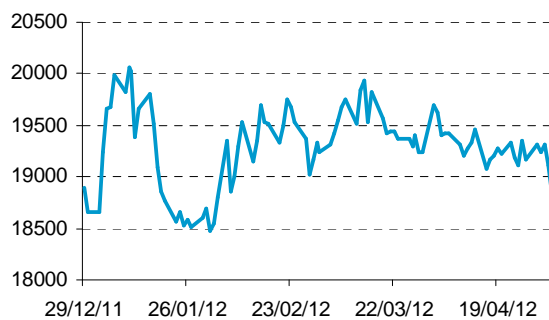
**USDCZK**



**EURPLN**



**DIESEL (CZK/t)**

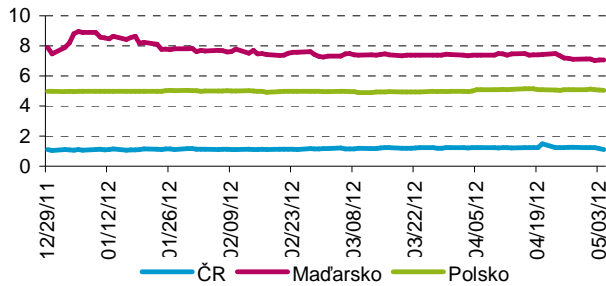


**EURHUF**

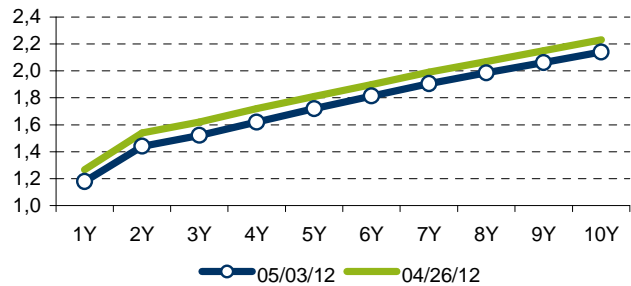


Zdroj: Thomson Reuters

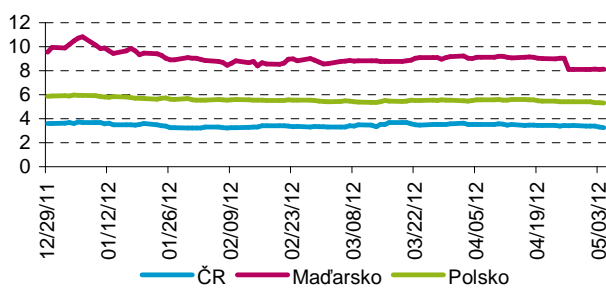
**FRA 3x6 (%)**



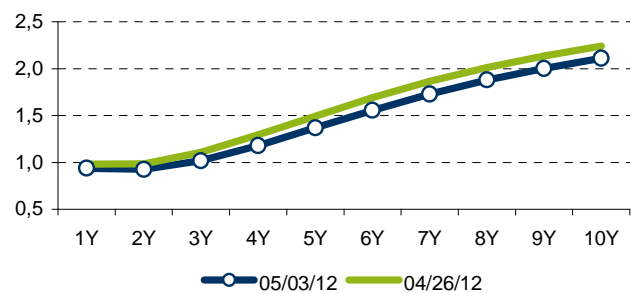
**IRS CZK (%)**



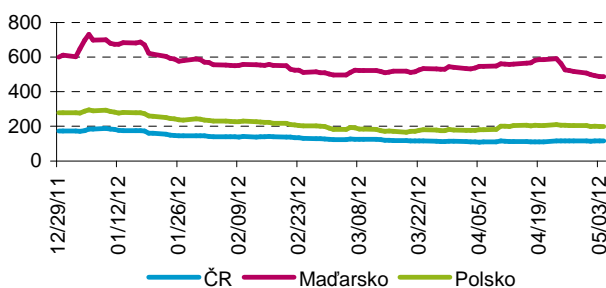
**Výnosy desetiletého dluhopisu (%)**



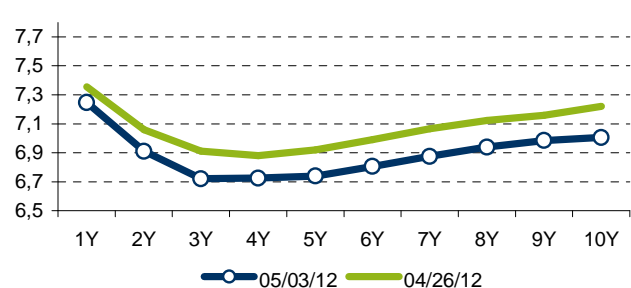
**IRS EUR (%)**



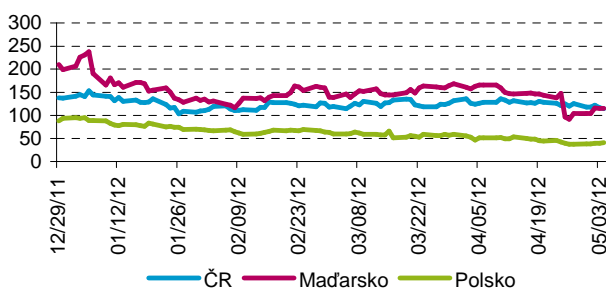
**CDS 5Y (bps)**



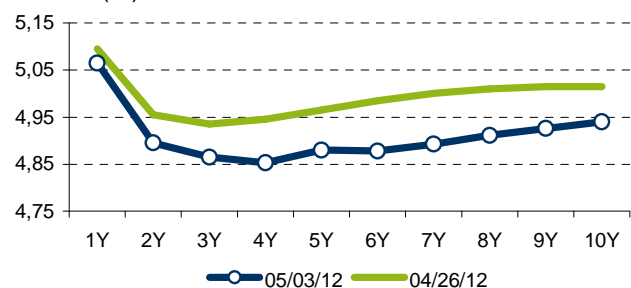
**IRS HUF (%)**



**ASW 10Y (bps)**



**PL IRS (%)**



Zdroj: Thomson Reuters

## Klíčové očekávané události

### PO 9:00, CZ Maloobchodní tržby (% y/y)

	III.12	II.12	III.11
Tržby	-0,8	1,6	2,0
kumul. od ledna	0,8	1,7	4,8

### ST cca 14:00, PL Zasedání NBP

	Náš odhad	Poslední změna
hlavní sazba v %	4,75	5/2011
změna v b. bodech	25	25

### ČT 9:00, CZ Inflace (%)

	IV.12	III.12	IV.11
Inflace m/m	0,2	0,2	0,3
Inflace y/y	3,7	3,8	1,6
Potraviny y/y	8,1	8,7	3,8
Doprava y/y	4,0	4,0	2,3

## CZ: Maloobchod po čase v mínusu

Po sedmi měsících soustavného růstu maloobchodních tržeb bychom se tenkrát měli dostat k červeným číslům. Prodeje nových automobilů nebyly v březnu nijak silné a zbytek maloobchodu stále trpí slabou spotřebitelskou poptávkou, a tak nejspíše celé odvětví zakončilo březen mírným poklesem. K horšímu výsledku rovněž přispěl nižší počet pracovních dnů.

## PL: NBP pravděpodobně zvýší sazby

Na dubnovém zasedání polská centrální banka (NBP) poněkud překvapivě naznačila růst sazeb v květnu. Rozhodnutí podmínila tím, že se neobjeví známky významného zpomalení ekonomiky a nezlepší se výhled na návrat inflace k cíli. Z tohoto pohledu vyzněla data zveřejněná za poslední měsíc nejednoznačně. Na myslí máme zejména citelný pokles indexu průmyslové produkce a zhoršení podnikatelské nálady, což souvisí jednak se zhoršujícím se vnějším prostředím a jednak s očekávaným zpomalením domácí poptávky ve druhé polovině roku. Na druhou stranu, data o zaměstnanosti, inflačních očekáváních a maloobchodních tržbách byla stále solidní. Navíc, Polsko je jednou z mála zemí, která stále zaznamenává kladné přírůstky úvěrů (i když tempo rovněž zpomaluje). I přes vysoký stupeň nejistoty se domníváme, že NBP nebude čekat na data o HDP (31.5.) a na svém květnovém zasedání zvýší úrokovou sazbu o 25 bazických bodů. Mělo by však jít o jednorázový krok, po kterém sazby zůstanou stabilní.

## CZ: Inflace v mírném poklesu

Podle našeho názoru inflace kulminovala už v březnu a nyní je na dráze pozvolného poklesu. Meziměsíční pohyb nejvíce ovlivnily dražší pohonné hmoty. Levnější byly tentokrát zřejmě potraviny (i když jen symbolicky) a sezónní rekreace. Meziroční inflace nejspíše o jednu desetinu poklesla, ale i tak zůstává vysoko nad tolerančním pásmem ČNB. Po zbytek roku bychom se mohli dočkat pozvolného snižování meziroční inflace až na konečná 3,3 %.

## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
ČR	07.05.2012	9:00	Maloobchodní tržby	%	03/2012		-0,8		-0,4		1,6
ČR	07.05.2012	9:00	Obchodní bilance	mld. CZK	03/2012	27		28,1		28,7	
Německo	07.05.2012	12:00	Tovární zakázky	%	03/2012			0,5	-2,8	0,3	-6,1
Maďarsko	07.05.2012	17:00	Rozpočtové saldo	mld. HUF	04/2012						-517,5
EMU	08.05.2012	0:00	Prodej pokladničních poukázek (do 2,0mld.€ 8/2012)	EFSF	05/2012						
Maďarsko	08.05.2012	9:00	Průmyslová výroba	%	03/2012 *P					0,8	-3,4
Německo	08.05.2012	12:00	Průmyslová výroba	%	03/2012			0,7	-1,2	-1,3	-1
USA	08.05.2012	23:00	3letá aukce	mld. USC	05/2012			32			
Německo	09.05.2012	8:00	Obchodní bilance	mld. EUF	03/2012			15		14,7	
Německo	09.05.2012	8:00	Běžný účet	mld. EUF	03/2012			18		11,1	
SR	09.05.2012	9:00	Obchodní bilance	mld. EUF	03/2012					347,7	
Maďarsko	09.05.2012	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	03/2012 *P					691,2	
EMU	09.05.2012	13:00	Druhé jednání Evropského parlamentu o krizi	EFSF	05/2012						
Polsko	09.05.2012	14:00	Zasedání RPP	%	05/2012	4,75		4,5		4,5	
USA	09.05.2012	23:00	10letá aukce	mld. USC	05/2012			24			
ČR	10.05.2012	9:00	Inflace	%	04/2012	0,2	3,7	0,1	3,7	0,2	3,8
SR	10.05.2012	9:00	Stavební výroba	%	03/2012						-7,8
ČR	10.05.2012	9:00	Míra nezaměstnanosti	%	04/2012	8,4		8,5		8,9	
ČR	10.05.2012	9:00	Stavební výroba	%	03/2012						-16
ČR	10.05.2012	9:00	Průmyslová výroba	%	03/2012		2,5		1,5		4,7
SR	10.05.2012	9:00	Průmyslová výroba	%	03/2012						8,4
EMU	10.05.2012	10:00	Měsíční zpráva ECB	ECB	05/2012						
USA	10.05.2012	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	28.4.					3276	
USA	10.05.2012	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	5.5.					365	
USA	10.05.2012	14:30	Obchodní bilance	mld. USC	03/2012			-49,9		-46	
USA	10.05.2012	14:30	Index dovozních cen	%	04/2012			-0,2	0,8	1,3	3,4
USA	10.05.2012	15:30	Projev Bernankeho o kapitálu bank v Chicagu	Fed	05/2012						
USA	10.05.2012	20:00	Rozpočtové saldo	mld. USC	04/2012			30			
USA	10.05.2012	23:00	30letá aukce	mld. USC	05/2012			16			
Německo	11.05.2012	8:00	Inflace	%	04/2012 *F			0,1	2	0,1	2
Německo	11.05.2012	8:00	Harmonizovaná inflace	%	04/2012 *F			0,2	2,2	0,2	2,2
SR	11.05.2012	9:00	Mzdy	%	03/2012						1,1
Maďarsko	11.05.2012	9:00	Inflace	%	04/2012				5,4	0,8	5,5
EMU	11.05.2012	11:00	Zpráva EK o ekonomické prognóze růstu	EK	05/2012						
USA	11.05.2012	14:30	Jádrový index cen v průmyslu	%	04/2012			0,2	2,8	0,3	2,9
USA	11.05.2012	14:30	Výrobní ceny	%	04/2012			0	2,1	0	2,8
USA	11.05.2012	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		05/2012 *P			76,4		76,4	

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

## Náš výhled

### Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	poslední změna	
Česko	2T repo	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	-25 bps	5/7/2010
Maďarsko	2T depó	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	6,75	-25 bps	12/20/2011
Polsko	2T inter. sazba	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,75	25 bps	6/9/2011

### Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
Česko	PRIBOR 3M	1,24	1,28	1,22	1,20	1,25	1,30
Maďarsko	BUBOR 3M	7,22	7,25	7,00	7,00	7,00	6,75
Polsko	WIBOR 3M	4,94	4,94	4,75	4,80	4,80	4,90

### Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	2012Q1	2011Q4	2012Q3	2012Q4	2013Q1
Česko	CZ10Y	2,14	2,25	2,24	2,60	2,85	3,15
Maďarsko	HU10Y	7,01	7,36	7,50	7,20	7,20	7,00
Polsko	PL10Y	4,91	4,95	5,00	5,20	5,30	5,40

### Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
Česko	EUR/CZK	25,0	24,8	24,5	25,0	25,0	24,5
Maďarsko	EUR/HUF	285	294	290	290	290	290
Polsko	EUR/PLN	4,19	4,14	4,00	4,30	4,20	4,15

### HDP

	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
Česko	2,1	1,3	0,6	0,1	-0,2	0,5	1,6
Maďarsko	1,5	1,4	1,4	-0,2	-0,5	-0,8	-0,3
Polsko	4,2	4,2	4,4	3,7	3,3	3,0	2,7

### Inflace

	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
Česko	1,8	2,4	3,8	3,6	3,3	3,2	2,0
Maďarsko	3,6	4,1	4,6	4,5	4,4	4,2	3,8
Polsko	3,9	4,6	3,9	4,2	4,2	3,3	2,8

### Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

	2010	2011
Česko	-3,9	-2,9
Maďarsko	0,5	2,9
Polsko	-2,1	-5,0

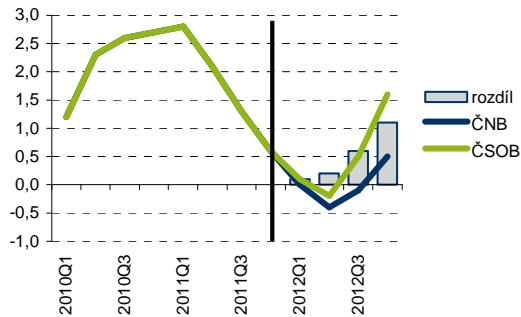
### Podíl bilance veřejných financí na HDP (ESA 95, %)

	2010	2011
Česko	-4,8	-3,1
Maďarsko	-3,8	-2,9
Polsko	-7,1	-6,9

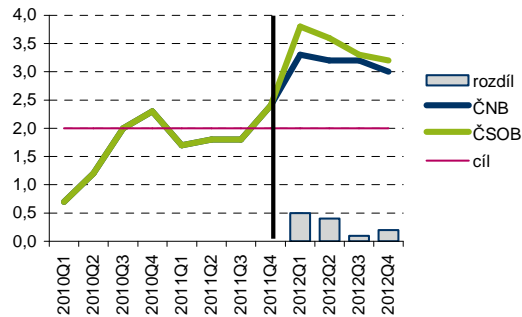
Zdroj dat: ČSOB, Bloomberg

## Výhledy centrálních bank

**CZ: Výhled na růst HDP (y/y, %)**



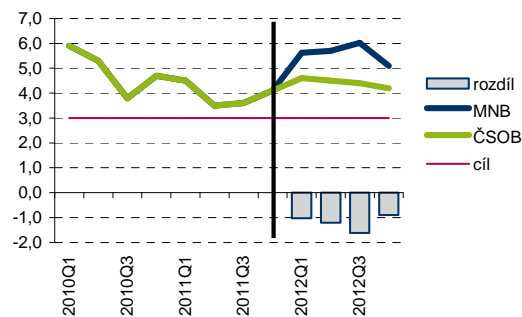
**CZ: Výhled na inflaci (y/y, %)**



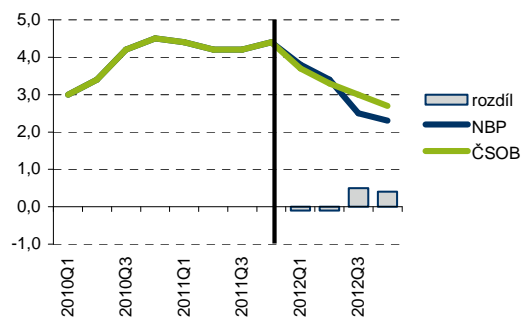
**HU: Výhled na růst HDP (y/y, %)**



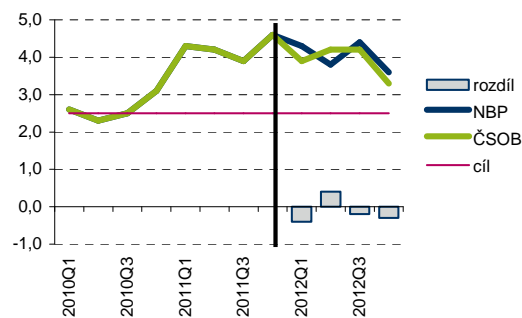
**HU: Výhled na inflaci (y/y, %)**



**PL: Výhled na růst HDP (y/y, %)**



**PL: Výhled na inflaci (y/y, %)**



Zdroj: ČNB, NBP, MNB, ČSOB

Informace obsažené v tomto dokumentu poskytuje Československá obchodní banka, a. s. (dále jen „ČSOB“) v dobré víře a na základě pramenů, které považuje za správné, důvěryhodné a odpovídající skutečnosti. Přesto ani ČSOB ani žádný z jejích zaměstnanců či zmocněnců nepřebírá žádnou právní odpovědnost ani záruku vůči klientovi za jakoukoliv informaci, která je obsažena v tomto dokumentu, a zároveň ČSOB nečiní žádné prohlášení ohledně přesnosti a úplnosti těchto informací. ČSOB také nepřebírá jakoukoliv odpovědnost za případnou ztrátu nebo škodu, kterou může klient utrpět. ČSOB jako aktivní účastník obchodování na finančních trzích upozorňuje adresáty tohoto dokumentu, že obchoduje s investičními nástroji, ke kterým se vztahují informace obsažené v tomto dokumentu. Bez předchozího souhlasu ČSOB nelze tento dokument ani jeho části kopírovat nebo dále šířit.